

Ein grundloser Crash?

„Vom Wahrsagen lässt sich's wohl
leben in der Welt, aber nicht vom
Wahrheit sagen.“ (Lichtenberg)

1. Voll im Gange: Der Krieg der Spermien

Vor ziemlich genau einem Jahr haben wir den vielleicht nicht ganz jugendfreien Vergleich der (damaligen) Technologiehaushalte mit der völlig absurd erscheinenden Überproduktion der Natur zur Sicherstellung der Fortpflanzung gewagt. Wir behaupteten, dass die vom US-Notenbankchef Greenspan – damals – beklagte „irrational exuberance“ (irrationale Übertreibung) im Grunde genommen bedeutend rationaler sei, wenn man bedenke, dass aus den Tausenden und vielleicht Millionen von Möglichkeiten, welche der Technologieschub der Wirtschaft zur Verfügung gestellt hat, am Schluss lediglich einige wenige überlebensfähige Varianten übrigbleiben könnten. Da *a priori* niemand wisse, niemand wissen könne, wohin die technologische Entwicklung letztlich gehen wird, was sich erfolgreich konkretisieren kann und was nicht, müssten notwendigerweise Phasen der Überproduktion durchlaufen werden, die dann zwingend einen Abfallberg überflüssiger, aussichtsloser, nachträglich gesehen absurder Projekte hinterlassen werden.

Wir wehrten uns damals gegen den Vorwurf der Irrationalität, genauso wie wir uns heute gegen die Ansicht wenden, es sei nun eine „Spekulationsblase“ geplatzt. Wer Wörter wie „irrational“, „Spekulationsblase“, „heisse Luft“ und dergleichen in den Mund nimmt, unterstellt, dass es eine quasi übergeordnete Instanz gibt, die es besser weiss, die insbesondere all die grotesken Fehler nicht begeht, die die offenbar allesamt kurzsichtigen, renditegeilen Marktteilnehmer immer wieder machen. Oft sind solche Äusserungen ja auch noch moralisierend gemeint, was dann ganz besonders stört, wenn die „oberste Instanz“

die Übertreibungen und Blasen im nachhinein feststellt. Die Wahrsagerei *a posteriori* („man hätte es ja wissen sollen“) treibt momentan die allerbuntesten Blüten. Es ist halt Frühling.

Wir halten uns an die Rationalität. Der zugegebenermassen immens kräftige Investitionsschub in Technologiewerte war rational, und die momentan ablaufende Ausräumaktion ist ebenfalls rational. Es war schon immer klar, dass nur wenige Spermien erfolgreich sein werden. Dass aber diese Ausräumaktion dermassen brutal sein würde, was die Aktienkurse betrifft, dass sie praktisch alle Technologie-Unternehmungen in gleicher Weise treffen würde, ja, dass sie nun mehr und mehr auf Standardwerte der „Old Economy“ übergreift: Das haben wir ehrlicherweise nicht vorausgesehen; die Kursverluste schmerzen. Um so sorgfältiger muss die Lageanalyse ausfallen.

Das kalifornische Silicon Valley verzeichnet seit einiger Zeit eine anhaltend hohe Zahl gemeldeter Konkurse. Dies dürfte ungefähr den Zustand der ganzen Technologiebranche widerspiegeln. Es handelt sich um die Spitze eines noch viel grösseren Eisbergs von Firmen, die sich nur mit Mühe und Not am Leben halten können und denen nun insbesondere die positiven Cash Flows fehlen, welche allein in der Lage sind, genügend Liquidität sicherzustellen, wenn der wundertätige Mittelfluss der „Private Equity“ einmal versiegt ist. Das ist er. Risikokapital ist eine ziemlich digitale Angelegenheit: Es gibt es oder es gibt es nicht. Vergleichbar mit Bankkrediten, die man dann am wenigsten erhält, wenn man sie am nötigsten hätte.

Was im Bereich der kleinen und jungen Pflänzchen abläuft, wirkt mindestens so tiefgreifend und radikal auch bei den grösseren und höher kapitalisierten Unternehmungen, die an der Nasdaq kotiert sind. Jegliche Gewinnwarnungen werden mit prozentual oft zweistelligen Kursabschlägen quittiert. Der

Nasdaq-Index hat bis dato 62 Prozent seit seinem Höchststand von Ende März 2000 eingebüsst. Es ist vorauszusehen, dass sich auch in diesem Bereich die Anzahl der Überlebenden reduzieren wird. Wer wird überleben? Die Analogie zur Natur lehrt uns, dass die Frage nicht zu beantworten ist. Aber sie lehrt auch, dass es Überlebende geben wird.

Die Ausräumaktion, wie sie momentan im Gange ist, bringt mit sich, dass vieles, was eigentlich überlebensfähig gewesen wäre, mit in den Strudel gezogen wird, und dass manches, was a priori und grundsätzlich vielleicht gar nicht so interessant ausgesehen hat, aus irgendwelchen besonderen Konstellationen heraus schlussendlich überlebt. Es ist mit anderen Worten nicht so, dass derjenige den Sieg davonträgt, wer objektiv und rational gesehen (wenn es so etwas überhaupt gibt) die aussichtsreichste technologische Variante entwickelt hat. Vielmehr werden unendlich viele Zufälligkeiten mit im Spiel sein. Man denke einmal darüber nach, welche geringsten Wahrscheinlichkeiten im Spiele waren, dass man als dieses und gerade dieses Individuum und nicht als nahe verwandtes Geschwister auf diese Erde gekommen ist. Selektionsprozesse sind enorm zufälliger Natur und regelrecht brutal, gleichzeitig aber auch der Schlüssel zu langfristigen Erfolg. Trotz, nein: *wegen* vieler abgestorbener Spermien gibt es die Menschheit noch. Ebenso wird es gerade *wegen* der momentan so garstigen Phase in ein, zwei und mehr Jahren die Aktienmärkte und insbesondere auch ein paar äusserst erfolgreiche Technologieunternehmungen noch geben.

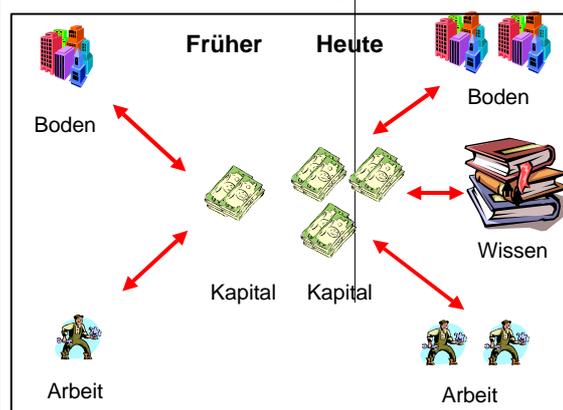
Die Gesamtheit der im einzelnen irrational erscheinenden Vorgänge ist rationales Kalkül. Das ist schwierig zu verstehen und macht die Situation des Investors, der momentan an allen Ecken und Enden Schläge einstecken muss, wie auch diejenige seines Beraters, der den Schlägen nicht weniger ausgesetzt ist, nicht angenehmer.

2. Was ist aber mit dem Rest der Wirtschaft los?

Ganz unempfindlich ist ja selbst der Toleranteste, Weitsichtigste unter allen Anlegern nicht gegenüber dem Trommelfeuer negativer Meldungen. Es ist deshalb durchaus legitim zu fragen, weshalb man derzeit Schläge einzustecken hat und wie lange das noch so weitergehen könnte. Zur Beantwortung der

Fragen kommt man nicht um eine genaue und sorgfältige Lageanalyse der konjunkturellen und monetären Situation sowie gewisser globaler Zusammenhänge herum.

Es gibt ein paar grundlegende Tendenzen, sogenannte *Megatrends*, welche die letzten zehn Jahre der Weltwirtschaft geprägt haben. Zu Beginn der Neunziger Jahre des letzten Jahrhunderts begannen die *Produktionsfaktoren*, welche das Wirtschaftsgeschehen ausmachen, sich grundlegend zu verändern. Sowohl das zur Verfügung stehende Land wie auch die zur Verfügung stehende Arbeitskraft vermehrfachten sich durch den Niedergang der Sowjetunion und durch die dadurch entstehende Möglichkeit, an allen wünschbaren Orten der Welt investieren und produzieren zu können. Weltweite Deregulierung und ein Quantensprung in der Kommunikationstechnologie machten aus der Idee der Globalisierung in weiten Bereichen der Weltwirtschaft ein Faktum. Gleichzeitig weitete sich ein zusätzlicher Produktionsfaktor, das der Wirtschaft zur Verfügung stehende Wissen, mit beschleunigter Geschwindigkeit aus. Wenn sich *Produktionsfaktoren ausweiten*, dann muss sich auf der Finanzierungsseite das *Kapital ebenfalls ausweiten*. Die Bedeutung dieses Mechanismus zum Verständnis dessen, was in den letzten zehn Jahren passiert ist, und viel wichtiger noch, was nicht passiert ist, kann kaum überschätzt werden. Die faktische Abwesenheit inflationärer Kräfte bedarf ja einer ökonomisch korrekten Erklärung!

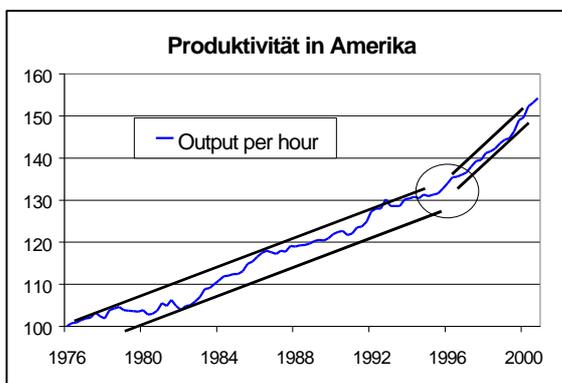


Quelle: eigene Darstellung

Überdogmatischen Monetaristen war die Geldmengenausweitung der Neunziger Jahre stets ein Dorn im Auge, weil sie diese Verschiebungen im realen und politischen Bereich bei der Betrachtung ihrer Aggregate nicht sehen wollten. Zehn Jahre lang warnten sie vor Inflationsgefahren, die nicht eintreten wollten und konnten, weil die Geldmen-

genexpansion gemessen an dem, was im Laufe der Jahre zur Weltwirtschaft dazukam, nicht zu grosszügig war.

Gegen Ende des letzten Jahrtausends wurde ein weiterer Megatrend sichtbar: Die durch einen gehörigen Schub an der Wissensfront und in der Technologie geförderte und genährte Steigerung der *Produktivität*. Wenn pro Zeiteinheit mehr Wert geschöpft werden kann, dann steigt nach volkswirtschaftlicher Definition der Wohlstand. Die Wachstumsszahlen in den USA überraschten seit etwa 1995 Jahr für Jahr all jene Ökonomen, denen die Zyklik der Siebziger und der frühen Achtziger Jahre noch in den Gliedern sass und die kaum fähig waren (und sind), die Besonderheiten auf der realwirtschaftlichen Seite zu erkennen. Vielfach wurde von diesen Kreisen *Wachstum* mit Inflationsgefahr gleichgesetzt und irgendwie auch *stigmatisiert*. Der Ausdruck „irrational exuberance“ entspringt solcher Denkweise genauso wie die berühmte „asset inflation“, die noch nie jemand sauber definiert hat. Höhere Produktivität steigert die zur Verfügung stehenden Kapazitäten, welche denn auch während Jahren systematisch unterschätzt wurden; die tiefen Teuerungsraten, Korrelat zu den immer neu geschaffenen Kapazitäten, konnten durch die zyklisch Denkenden in keiner Weise mehr erklärt werden.



Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Ein dritter Megatrend besteht in den weltweit bzw. zumindest und ausgeprägt in den westlichen Industrienationen zu beobachtenden *Konvergenzen* von Wachstum, Inflationsraten und Zinsen sowie in den (historisch gesehen) sehr tiefen Volatilitäten der Währungsrelationen. Wenig grundlegende volkswirtschaftliche und geldpolitische Unterschiede zwischen Ländern und Kontinenten und relativ geringe Wechselkursrisiken: Diese Faktoren machten die wirtschaftliche Tätigkeit planbarer. Ein längerer Planungshorizont erlaubt den Unternehmungen, weit-

reichender zu investieren. Die Investitionswelle der letzten Jahre ist somit nicht nur technologisch zu erklären, sondern hat auch ihre Gründe in der deutlich verbesserten Situation des Unternehmenssektors, nicht alle vier oder fünf Jahre durch einen geldpolitischen Richtungswechsel überrascht zu werden. Man könnte dies alles auch als *günstige Rahmenbedingungen* bezeichnen, von denen nicht nur die Unternehmungen, sondern auch der in sie investierende Aktionär unverkennbar profitierte.

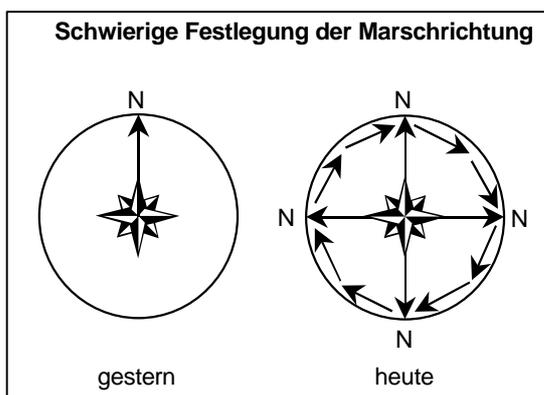
Schliesslich sorgten die sich rasant entwickelnde Kommunikationstechnologie und immer schnellere Rechensysteme für ein weltweites System äusserst effizient kommunizierender Röhren. Die in dieser Konsequenz und in dieser Quantität noch nie dagewesene *Vergleichbarkeit der Preise* führte zur Etablierung völlig neuer Märkte für Güter und Dienstleistungen und für den Einbezug bisher vernachlässigter Weltgegenden in die Weltwirtschaft. Indien ist heute einer der wichtigsten Standorte zur Produktion von Software. Die praktisch in allen Bereichen möglich gewordene globale Preisarbitrage hat die Strukturen im industriellen Westen grundlegend erschüttert. Manche westlich tönende Unternehmung hat heute, etwas überspitzt formuliert vielleicht, ihr Produktionsschwergewicht im Fernen Osten und bloss das Headquarter in Europa. Die meisten Wirtschaftsbereiche der Industrienationen haben diesen Wandel letztlich mit Erfolg hinter sich gebracht, auf der Strecke geblieben sind traditionell stark verpolitisierte Sektoren wie die Landwirtschaft, wo sich jetzt, wie könnte es anders sein, auch am meisten politischer Druck regt gegen „die“ Globalisierung, als gäbe es sie als personifiziertes Unwesen. Die globale Arbitragemöglichkeit wird in ihren Auswirkungen und in ihrer Nachhaltigkeit allenthalben unterschätzt. Geschlossene Volkswirtschaften und nicht-global tätige Unternehmungen wird es nicht mehr geben.

3. Technologische Unsicherheit als verkannter/unterschätzter Megatrend

Diese Schilderung quasiparadiesischer Zustände würde noch, müsste man meinen, besonderen Glanz erhalten durch den stupenden technologischen Fortschritt der letzten Jahre. Was wurde nicht alles erfunden, entwickelt, weiterentwickelt, eingeführt?! Wer lebt heute noch ohne PC, e-mail und Handy, welche Unternehmung präsentiert

sich noch nicht auf einer Internet-Homepage? Ähnliches gilt auch für die Gentechnik: Welcher Krebspatient hofft nicht auf Durchbrüche in der Biomedizin?

Das ist die eine Seite. Aber es war ein bisschen viel, *zu viel* müsste man sagen. Das ist die andere Seite. Es gibt kaum einen technologischen Bereich, in welchem sich mit genügend hoher Wahrscheinlichkeit abschätzen liesse, in welche Richtung die Entwicklung weitergeht. Wir haben in früheren Kommentaren schon mehrfach auf die drängenden Fragen des „Wie weiter?“ bei der Telefonie hingewiesen. Neuerdings zeichnet sich zum Beispiel ab, dass die UMTS-Technologie durch neuste Methoden der Datenkompression möglicherweise unnötig werden könnte und damit die von sehr prominenten Telefongesellschaften teuer erstiegen Lizenzen wertlos würden.



Man ist zurzeit schnell mit Urteilen zur Stelle, wenn da und dort ein Projekt eingestellt werden muss, sei es, weil es zu teuer wird, sei es, weil sich dafür gar keine Nachfrage abzeichnet, sei es, dass es sich als technisch unmöglich oder veraltet erweist. Den grossen Helden solcher Urteile, namentlich den hämischen Kommentatoren gewisser Finanzpostillen, müsste zweierlei gesagt werden. Erstens: Die Wahrscheinlichkeit, im technologischen Bereich *strategische Fehlentscheide* zu fällen, ist seit einiger Zeit dramatisch hoch. Es liegt in der Natur der Sache, dass von einer derart hohen Vielzahl von Optionen einige, vielleicht viele, wertlos verfallen. Dass man sich da und dort strategisch verrennt, hat deshalb nicht zwingend mit bösem Willen oder mit einer ausgesprochenen Unfähigkeit von Verwaltungsräten zu tun. Zweitens, und in bestimmten Fällen belegterweise, müsste man die tapferen Schreiberlinge zu einem etwas länger zurückreichenden Gedächtnis anhalten. Denn auch

der grösste Jubel war allzu oft dort zu lesen, wo nun die giftigsten Kommentare stehen.

Schnelles und unbedachtes Verurteilen strategischer Fehlleistungen, die eigentlich gar keine sind, ist Ausdruck des Umstands, dass die Herausforderungen, vor die sich praktisch jede Unternehmensleitung sieht, krass unterschätzt werden. „Multioptionalität“ ist vom Konzept her zwar etwas Faszinierendes; wenn man aber täglich nur noch „in Strategie machen“ muss, weil sich immer aufs Neue völlig andere Pfade auftun, dann kann die Situation zur Last werden.

Selbstverständlich: Die unendliche Vielzahl technologischer Möglichkeiten hat in einer Welle überschäumender Begeisterung auch Raum für Luftschlösser geschaffen. Darunter einzureihen wären wohl Projekte wie jenes der Vontobel Gruppe für eine Internetbank. Offensichtlich für ein berauschendes IPO (Erstmission) und damit verbunden rasches Geld konzipiert, vernachlässigte man die schwierigen Hausaufgaben, die mit dem Mechanismus von Wertschriftentransaktionen und mit der Positionsführung für Kunden verbunden sind. Die Gier paarte sich hier mit Unkenntnis in der Sache – eine offensichtlich ungesunde Mischung!

4. Konjunkturkrise und Börsenbaisse ohne monetäre Kontraktion

Klassische Rezessionen werden durch monetäre Faktoren ausgelöst. Billiges Geld bewirkt einen Nachfrageüberhang, dem die güterproduzierende Wirtschaft nur verspätet folgen kann, was die Waren verteuert. Daran schliesst sich eine ungute Spirale von Lohn erhöhungen und Verteuerungen auf der Güterseite an, bis schliesslich Inflationsraten erreicht sind, die zum Eingreifen definitiv verpflichten: Die Notenbank setzt als Gegensteuer Zinserhöhungen durch und entzieht der Wirtschaft Geld. Es entsteht ein Güterüberhang, die Lager sind zum Bersten voll, Arbeitsplätze werden abgebaut, es wird nicht mehr investiert – und damit wäre die Rezession perfekt. X-mal durchgespielt im Zwanzigsten Jahrhundert.

Nichts dergleichen im Vorfeld des momentanen Abschwungs in den USA. Die Inflationsrate erhöhte sich ab 1999 zwar leicht, aber niemals in die Höhen eines klassischen Inflationsschubs. Kräftig und ungewöhnlich nachhaltig waren hingegen die Wachstumsraten. Sektoriell entstanden Engpässe am Arbeitsmarkt, beispielsweise bei den Soft-

ware-Ingenieuren. Das Verhalten der amerikanischen Notenbank war in dieser Phase ambivalent. Man erhöhte die Zinsen ein wenig, um sie wenige Monate später dann wieder und zum Teil hastig zu senken. Die Rhetorik Greenspans war bis November 2000, also bis vor vier Monaten, noch klar auf die Bannung von Inflationsgefahren ausgerichtet, obwohl die konjunkturelle Schwäche schon überdeutlich war. Heute spricht Greenspan von überhöhten Lagerbeständen wie zu Beginn einer klassischen zyklischen Rezession.

Rhetorik und Verhalten deuten auf Unsicherheiten innerhalb des Fed hin. Anscheinend weiss man im Grunde nicht, womit man es wirklich zu tun hat. Aber weil nicht nur das Fed, sondern auch ein guter Teil der Finanzmarktteilnehmer ebenfalls ratlos ist, geschieht es dann halt, dass die Notenbank eigentlich tun kann, was sie will – es kommt immer falsch heraus: Senkt sie die Zinsen zu schnell, vermutet man Panik in ihren Reihen bezüglich ihrer Beurteilung der Wirtschaftslage, senkt sie die Zinsen zu wenig schnell, dann wirft man ihr Blindheit vor der tatsächlichen Situation vor.

Wir halten uns an eine realwirtschaftliche Interpretation. Aus den Millionen technologischer Optionen werden nun die tauglichen Varianten ausgesiebt, Zinsen oder Inflation hin oder her. Das ist ein sehr deflationärer Prozess. Vermeintliche Vermögen werden haufenweise vernichtet, Firmen in den Konkurs getrieben, hoffnungsvoll erscheinende Konzepte abgesägt. Das schmerzt. Es werden noch weitere Arbeitsplätze verlorengehen. Dass die Konsumstimmung in dieser Situation Schaden leidet, dürfte klar sein.

Man muss weit in der Geschichte zurückblättern, um aus einer ähnlichen Situation zu lernen. Wenn wir den Geschichtsunterricht richtig verstanden haben, dann setzte ab 1860 in der Schweiz ein Eisenbahnboom sondergleichen ein, der ab 1870 in immer deutlichere Überkapazitäten mündete. Die Pleiten waren eigentlich angesichts der sich bis aufs Blut bekämpfenden natürlichen Monopole vorprogrammiert, aber noch im Jahr 1901 wurden immerhin 25 neue Eisenbahn- und Tramlinien eröffnet. Dem Ausräumprozess, wie wir ihn momentan im Technologiesektor erleben, war man durch die Verstaatlichung der wichtigsten Bahngesellschaften zuvorgekommen. Sowohl die staatlichen Schweizerischen Bundesbahnen wie die später durch

Subventionen vor dem Ruin bewahrten „Privat“bahnen sollten später den Steuerzahler noch Milliarden kosten. Aber für den Service public kann man ja nie genug tun...

Der geschichtliche Vergleich taugt also nur teilweise. Immerhin ist festzuhalten, dass im Zusammenhang mit dem damaligen Eisenbahnboom drei Schweizer Grossbanken entstanden. Zwei davon gibt es heute noch. Die grosse Frage, die uns alle momentan beschäftigt, ist aber nicht so sehr die Langzeitwirkung eines Technologieschubs, sondern die Frage, wie sich der Abbau der Überinvestitionsphase auf das Wirtschaftswachstum der nächsten paar Jahre auswirkt. Bevor wir uns damit beschäftigen, wollen wir aber noch auf zwei Störfaktoren hinweisen. Sie haben mit dem Hauptthema direkt wenig zu tun, gehören aber aufgrund ihres Gewichts in eine umfassende Lagebeurteilung.

5. Krachen im Gebälk aus anderen Gründen

Das internationale Finanzsystem steht nicht ganz unangefochten der Krise im Gefolge des Technologieschubs gegenüber. Zwei Themen bereiten derzeit und wohl noch für geraume Zeit Sorgen. Erstens: In *Japan* versucht die Notenbank mit einem beinahe als verzweifelt zu bezeichnenden Akt die Wirtschaft aus der Hoffnungslosigkeit emporzuheben. Mit einer faktischen Nullzinspolitik gegenüber den Geschäftsbanken hofft sie, die Kreditvergabe im Bankenbereich anzukurbeln. Gleichzeitig wurde in einer für japanische Verhältnisse überdeutlichen Weise von der dringenden Notwendigkeit struktureller Veränderungen gesprochen. Es müssten die Bankbilanzen saniert, der Binnenwettbewerb gestärkt, die Profitabilität des Firmensektors gesteigert, das Pensionsproblem gelöst werden. Und dies, nachdem eine grosszügige, im Effekt aber unwirksame Fiskalpolitik einen Schuldenberg historischen Ausmasses hinterlassen hat! Ob in Japan die Schmerzgrenze bereits erreicht ist, die einen politischen Neubeginn erzwingen würde, ist sehr schwierig zu beurteilen. Alle genannten Massnahmen würden die Pfründen des bisherigen Systems radikal in Frage stellen. Die gerontokratische Führung Japans macht nicht den Eindruck, dass mutige Schritte von dieser Seite her kommen werden. Ohne politische Massnahmen aber wird die Initiative der Bank of Japan verpuffen, ja, schlimmer noch, in Inflation und Abwertung enden.

Die Frage ist insofern von weltwirtschaftlicher Bedeutung, als das Land Japan mit seinem Anteil von 15 Prozent am Welt-Bruttosozialprodukt als solches ein wichtiges Element darstellt. Darüber hinaus steht das Schicksal der fernöstlichen Staaten in enger Abhängigkeit zu Japan. Kaum haben sich Länder wie Thailand, Südkorea oder Malaysia halbwegs von der 98er-Krise erholt, droht ihnen nun ein weiterer Schlag. Ein wirtschaftliches (und/oder gesellschaftliches) Chaos in Japan würde die asiatischen Länder unverzüglich anstecken.

Ein *zweiter Störfaktor* zeigt sich immer mehr in den flächen- und bevölkerungsmässig bedeutendsten Teilen der Welt, auf die man anfangs der Neunziger Jahre des letzten Jahrhunderts so grosse Hoffnungen gesetzt hatte. Es gibt kaum ein Schwellenland, das nicht enorme *Defizite* in bezug auf *zivilisatorische Qualitäten* aufwiese. In eindeutig zu vielen Hauptstädten sind Gauner an der Macht, die ihre unsauberen Geschäfte unter dem Deckmantel demokratischer Legalität verrichten und die sich in internationalen Organisationen breitmachen und aufspielen. Investitionen in diese Regionen, wenn sie nicht absolut direkt und unter engster Überwachung erfolgen, erweisen sich als äusserst risikoreich. An den Börsen von Bombay, Karachi oder Istanbul nicht über den Tisch gezogen worden zu sein, wäre als Fortsetzung der Märchen von Tausend-und-einer-Nacht einzustufen. Ohne wirklichen Einbezug dieser und vieler anderer Märkte in das Welt-Finanzsystem wird sich aber politisches und ökonomisches Sprengpotential aufbauen, das uns bald einmal noch weitergehend beschäftigen wird.

Schamlose Raffgier pseudolegaler Regimes steht letztlich hinter der Hoffnungslosigkeit der Bemühungen des IMF und der Weltbank zur Sanierung wackeliger Länder und ihrer Währungen. Die Gefährdung des internationalen Finanzsystems durch eine neuerliche Schwellenlandkrise ist evident. Missbrauchtes Vertrauen pflegte in der Vergangenheit schlagartig entzogen zu werden, und in einer solchen Situation reichen dann die Kräfte eines IMF nicht aus, um alle Probleme auf einmal zu lösen.

Ohne den Teufel an die Wand malen zu wollen: Weder die durch und durch hausgemachte Strukturkrise Japans noch die generelle Schwäche der Schwellenländer geben Anlass zu Sorglosigkeit. Das Finanzsystem

der Welt ist zwar sehr robust, wie die 98er-Krise gezeigt hat. Finanzmarktkrisen rauben aber Kräfte und reduzieren dringend benötigtes Wachstumspotential. Darin liegt das Problem, mit dem wir wohl noch geraume Zeit werden leben müssen.

6. Hysterese oder: Wann sind wir wieder auf dem Wachstumspfad?

Zurück zur Hauptthematik. Unsere Interpretation des Abschwungs in den USA und der dramatischen Bewegungen an den Aktienmärkten läuft darauf hinaus, dass die Probleme nicht endogener Natur sind. Die normalen Formeln der Volkswirtschaftslehre sind zwar keinesfalls ausser Kraft gesetzt, sie haben im Zusammenhang mit dem Technologieschub und seinen Folgen aber nur sekundäre Bedeutung. Was in den letzten Jahren passierte, kann man unseres Erachtens erheblich aussagekräftiger als *exogenen Schock* in zwei Akten interpretieren. Im ersten Akt wurde durch neue Erfindungen und Anwendungen die Produktivität der Wirtschaft ein erstes Mal massiv gesteigert und nachhaltiges, kräftiges Wachstum generiert. Nach und nach entfesselte sich im Technologiebereich eine Art Eigendynamik, die von aussen betrachtet durchaus inflationäre Eigenschaften hatte, aber, wie wir dargelegt haben, eigentlich nur eine notwendige gesamtwirtschaftliche Reaktion zur Wahrnehmung aller neugeschaffenen Chancen darstellte.

Des exogenen Schocks zweiten Akt erleben wir nun noch kurz vor dem Schlussakkord. Die meisten angeblichen Chancen haben sich als illusionär erwiesen. Die Bewertungen der Technologieaktien haben sich sehr ausgeprägt denjenigen der „Old Economy“ angeglichen. Ein ganzer und, wie man zeitweise einmal meinte, total überhandnehmender Sektor fällt grösstenteils in sich zusammen. Es wird Überkapazitäten und damit auch Massnahmen zur Normalisierung der Beschäftigungsverhältnisse geben.

Exogene Schocks hinterlassen strukturelle Wunden. Man nennt diese Folgeerscheinungen in der Ökonomie „Hysterese“. Wenn zum Beispiel eine Erdölpreiserhöhung die Nachfrage nach Automobilen dramatisch sinken lässt, entsteht Massenarbeitslosigkeit nicht nur bei den direktbetroffenen Arbeitern, sondern auch bei den Zulieferern und im Handel. Fabrikgebäude stehen leer und verkommen. Das Wirtschaftswachstum bleibt

über längere Zeit tief, da es äusserst schwierig ist, die entstandenen Wunden unverzüglich zu schliessen. Ein Stahlarbeiter oder ein Automonteur kann nicht so schnell in einen anderen Beruf wechseln, auch wenn er wollte. Aus Giessereien werden nicht so einfach trendige Lofts. Die Erfahrungsdaten über Hysteresen nach früheren exogenen Schocks sind nicht unbedingt ermutigend. Die Frage ist, ob der Vergleich zwischen Sektoren wie der Automobilwirtschaft, die es bei früheren exogenen Schocks getroffen hat, und dem nun entblähten Technologiesektor so ohne weiteres funktioniert.

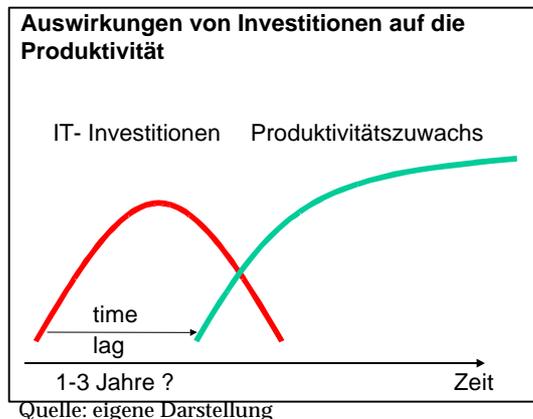
Was bleibt, und wie geht es weiter? Dazu die folgenden Überlegungen:

- Was der Technologieboom geschaffen hat, ist nun nicht einfach verloren und wertlos. Weit gefehlt. Zwar wissen wir nun, dass die Bedeutung von Internet in bezug auf das Konsumgeschäft bei weitem überschätzt, hingegen die logistischen Probleme im Vollzug des E-Business krass unterschätzt worden sind. Auch die vielfältigen Hoffnungen im Business-to-Business-Bereich haben sich zerschlagen, weil etablierte Strukturen (Zwischenhandel!) nicht so einfach aus dem Weg zu räumen sind. UMTS wird möglicherweise nicht mehr benötigt, weil das GSM-Protokoll für die Verbreitung von Meldungen mit höherer Datendichte genügen wird. Das hat gravierende Konsequenzen, zugegebenermassen. Dennoch: Das Know-how ist vorhanden. Nach dem Boom kommen nun die *überlegten Nutzungen*. In einem ausserordentlich bemerkenswerten Beitrag „rethinking the internet“ führt Business Week (26. März 2001) zwei bisher weitgehend unentdeckte Bereiche an, die künftig durch Internet erschlossen werden könnten: Erziehung und öffentliche Administration.
- Ohne Zweifel wird es freiwerdende Kapazitäten geben, sprich: Entlassungen. Sie sind schon im Gange. Und die Löhne, vielfach durch Optionspläne kräftig garniert, werden sich für die Verbleibenden normalisieren, weil die Optionen nämlich wertlos verfallen. Wird die Hysterese ähnlich wie bei den freigestellten Automobilarbeitern das Wirtschaftswachstum während längerer Zeit tief halten? Wir wagen eine etwas optimistischere Sicht der Dinge. Die im Technolo-

giesektor Beschäftigten sind in der Regel jung, intelligent, bestens ausgebildet und mobil. Sie haben erst das erste Leben hinter sich. Der *Anpassungsprozess* an neue Verhältnisse wird deshalb vermutlich *ziemlich rasch* gehen.

- Die Vermögensvernichtung bei den Technologiewerten hinterlässt zweifellos Spuren. Namentlich der Konsum im Luxusbereich wird leiden. Die Vermögensvernichtung findet im Privatsektor statt. Wir veranschlagen die Schockresistenz trotz hohem Verschuldungsgrad der Amerikaner als ziemlich hoch. Jedenfalls wurden die USA in genau diesem Punkt noch immer unterschätzt.
- Völlig illusionslos muss die Situation bezüglich der künftigen Bereitstellung von Risikokapital beurteilt werden. Die bestehenden Venture Capital Funds sind ausgeschossen und sitzen auf Beteiligungen, die nach zusätzlichen Mitteln schreien. Der Bereinigungsbedarf wird gross sein, und bis wieder frische Mittel in diesen Bereich fliessen, dürfte einige Zeit vergehen. Viele Investoren werden die Welt der solider finanzierten und wirtschaftlich breiter abgestützten Blue Chip-Firmen bevorzugen. Zurecht. Denn dort sehen wir auch den nächsten und ausgeprägtesten Nutzen aus der technologischen Revolution. Für risikoreichere Venture-Kapitalanlagen wird das Hysterese-Phänomen vermutlich zutreffen: Es braucht Zeit, bis dafür wieder Geld und Lust aufgebaut sein werden.
- Die meisten Unternehmungen der „Old Economy“ haben sich in den letzten Jahren mit Gütern aus dem Technologiebereich ausgerüstet. Effektiven Gebrauch von den (immensen!) Möglichkeiten machen aber nur wenige, und wenn schon, dann werden die technischen Kapazitäten drastisch schlecht ausgenutzt. Die nächste Phase der Entwicklung liegt in kostensparenden, effizienzsteigernden *internen* Anwendungen. Gerade das gegenwärtige Konjunkturtief in den USA, bald aber auch die verdüsterten Aussichten in zahlreichen europäischen Ländern, werden die Unternehmungen zwingen, von ihren aufgebauten Netzwerken und erworbenen Systemen vermehrt Gebrauch zu machen. Diese Anwendungsphase wird den Bestellungseingang für Hardware, aber auch

das Bedürfnis nach immer neuen und noch komplexeren Programmen, deren zusätzliche Spezifikationen ohnehin niemand braucht, weiterhin tief halten.



- Wir erwarten also den nächsten Produktivitätsschub in der „Old Economy“. Technologie ist nicht out, sondern wird immer mehr selbstverständlicher Teil der ganzen Wirtschaft. Aufgrund des bisher geringen Anwendungsgrads neuer Technologien darf das Potential zu namhaften Produktivitätssteigerungen nicht unterschätzt werden. Über den Zeitpunkt eines solchen Aufschwungs lässt sich streiten.

7. Bevorstehend: einige heikle Monate

Die Lagebeurteilung kann weder eindeutig positiv noch wirklich negativ ausfallen. Die Abwesenheit endogener Probleme im Finanzsystem wie Geldmengenüberhang oder Inflation ist beruhigend. Die echten Börsenbaisse, das heisst wirklich langanhaltende verlustbringende Perioden, waren normalerweise eigentlich immer mit Geldentwertung verbunden. Kontaminationsgefahr aus Japan und Fernost bzw. ein gefährlicher Aufbau von Schwellenlandrisiken im internationalen System stehen im Raum, scheinen vorderhand aber beherrschbar: Das Problem Japan kennt man schon seit Jahren, die Überschuldung der dortigen Banken ist seit je bekannt. Die Schwellenländer sind heute währungsmässig nicht mehr an feste Wechselkurse gebunden, so dass Verschlechterungen bezüglich der Beurteilung ihrer Verhältnisse eigentlich unverzüglich und nicht in einem unkontrollierten Schwall erfolgen müssten. Damit könnte man umgehen.

Auf der negativen Seite ist zunächst festzuhalten, dass weitere Überraschungen nicht völlig auszuschliessen sind. Uns macht ganz besonders die enorm hohe Verschuldung des

Telefoniesektors Bauchweh. France Télécom beispielsweise sitzt auf einem Schuldenberg von 61 Milliarden Euro bei einem Reingewinn von 3,6 Milliarden im Jahr 2000. Wie werden im nächsten Jahr die 15 Milliarden Euro zu finden sein, die man zur Umfinanzierung auslaufender Anleihen brauchen wird, wenn sich die These der vielleicht unnötig werdenden UMTS-Technologie bestätigt? Und welche Banken und Geldgeber wird das mit in den Strudel ziehen?

Ganz generell aber, und damit vor allem auch für die USA gesprochen, fehlt in makroökonomischer Hinsicht Erfahrung mit exogenen Schocks. Man kann Greenspan dessen Lavieren nicht vorwerfen – wer würde es denn wirklich besser machen, ohne definitiv in Aktivismus zu verfallen? Vermutlich ist es auch ein grosser Fehler, wenn man die Rolle, die eine Notenbank spielen kann, in ihren Auswirkungen überschätzt. Der Machbarkeit sind doch enge Grenzen gesetzt! Die gegenwärtige Krise ist nicht zinsbedingt, und deshalb kann sie durch Zinsen auch nicht beseitigt werden. Die Last der Veränderung können allein die Wirtschaft und deren Subjekte tragen.

Notwendig und möglicherweise auch hinreichend wird sein, dass man sie dabei gewähren lässt. Eine ruhige geldpolitische Hand, welche in Anbetracht der deflationären Kräfte durchaus etwas grosszügig sein kann, die Vermeidung internationaler Krisen und investitionsfreundliche Rahmenbedingungen: Das wären die Elemente, die zum „Gewährenlassen“ gehören. Eine Rückkehr zu 2 bis 3 Prozent Wachstum in den USA und damit zu erhellteren Gewinnaussichten der Unternehmungen und mithin zu höheren Aktienkursen wäre dann keine Utopie.

Wer Aktien als Anlageinstrument empfiehlt, und das tun wir seit je, der befindet sich wieder einmal in einem gewissen Rechtfertigungsnotstand. Die Pessimisten haben erneut recht bekommen, etwa so recht, wie eine stillstehende Uhr zwei Mal am Tag die richtige Zeit angibt. Wirtschaft und Gesellschaft sind aber nichts Statisches. Dynamik und Wachstum ist ihnen inhärent. Und weil das so ist, empfehlen wir weiterhin Aktien als das einzig sinnvolle Instrument für all jene, die Zeit haben, und die es nervlich aushalten. Der Crash, den wir soeben erleben, vielleicht erlebt haben, ist nicht grundlos. Das hat die Lageanalyse gezeigt. Er ist aber auch nicht bodenlos.